



2020 年 5 月 11 日

研究发展部
王彩萍 周旭东

年初，新冠疫情的肆虐对中国经济造成了巨大的打击。为提振经济，国家制定了扩大内需的核心发展思路，而新基建成为扩大内需的关键组成部分。其中，数据中心又是新基建中的风口赛道，对各路资本形成了虹吸效应。

4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，国家将率先推动基础设施公募 REITs 试点，同时也鼓励网络信息等新型基础设施进行创新，数据中心再度“红得发紫”。

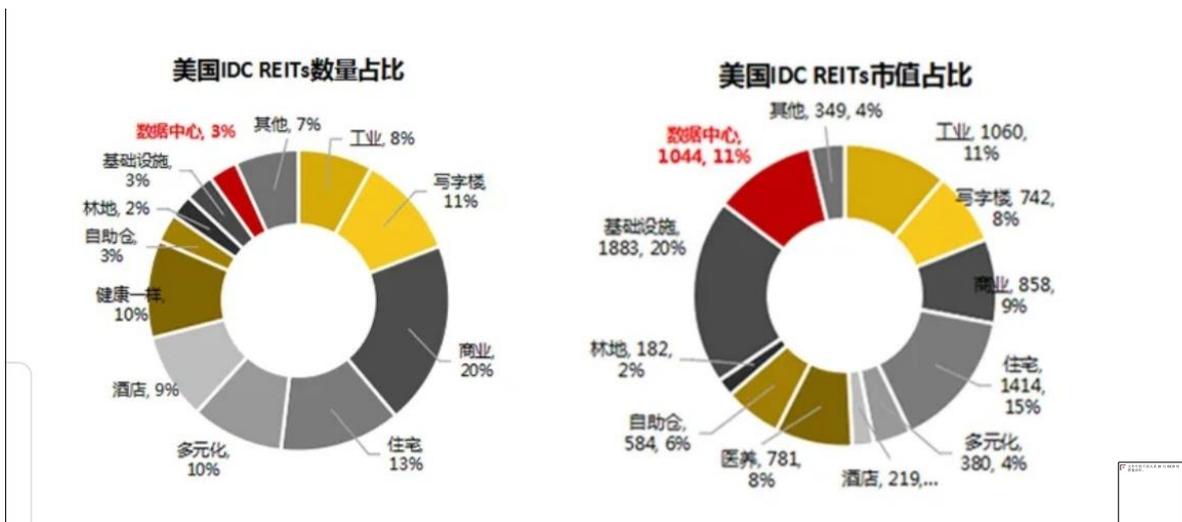
知己知彼，百战不殆。在此背景下，我们来梳理国际市场的 IDC REITs 的相关经验，以期对我国 IDC 后续资本运作和业务发展提供一些借鉴。

目前，全球共有 6 支 IDC REITs，其中 5 支在美国，1 支在新加坡。因此，本次研究，我们先从美国开始.....

一、美国 IDC REITs 现状概览

目前美国上市 IDC REITs 共有 5 支，在美国权益类 REITs 里数量占比为 3%，总市值 1044 亿美元，5 支总市值占比超 10%。

图 1：美国 IDC REITs 数量与市值占比



资料来源：NAREIT、公司财报、远洋资本研究发展部

目前美国上市的 5 支 IDC REITs，从业务类型看 2 家为零售型、1 家为批发型、2 家为混合型，5 家公司业务量合计约占全球市场份额的 1/4。

表 1：美国 IDC REITs 整体情况

企业简称	上市时间	市值 (亿美元)	业务量占全球市场份额	数据中心数量 (个)	业务类型
Equinix	2002	572	约 12%	210	零售
Digital Realty	2004	312	约 7%	225	批发
CoreSite	2010	47	约 1%	24	批发+零售
QTS	2013	38	约 1%	21	零售
CyrusOne	2013	76	约 2%	59	批发+零售

数据来源：NAREIT、各家财报、远洋资本研究发展部

说明：市值规模为 2020 年 Q1 数据；全球市场份额为按企业营收规模估算得出，为 2019 年数据

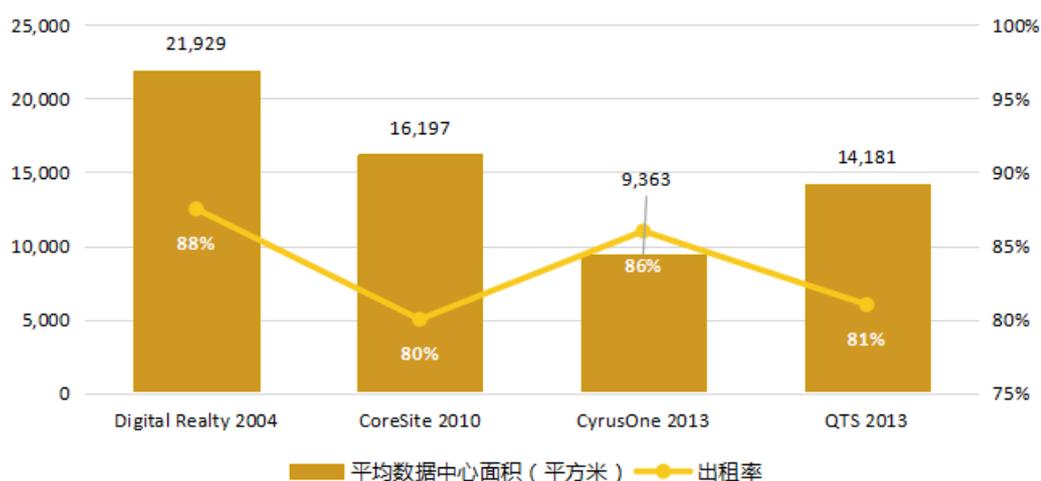
二、美国 IDC REITs 的资产特征

1. 上市期：开发阶段资产占比不超 25%，出租率普遍 80%以上

从 IDC 企业上市时持有资产状况看，除较早上市的 Equinix 外，其余 IDC REITs 上市时处于**开发阶段资产数占比不超过 25%**，上市期处于成熟运营资产的占比较高。

从上市期数据中心面积来看，零售型 IDC REITs (Equinix 未披露) 上市时单个数据中心规模偏小，平均可出租面积在 1-1.5 万平方米之间，批发型则高于零售型，平均单个数据中心面积超过 2 万平方米。**从出租率来看，IDC 的出租率均保持在 80%以上。**

图 2：上市期资产平均面积与出租率

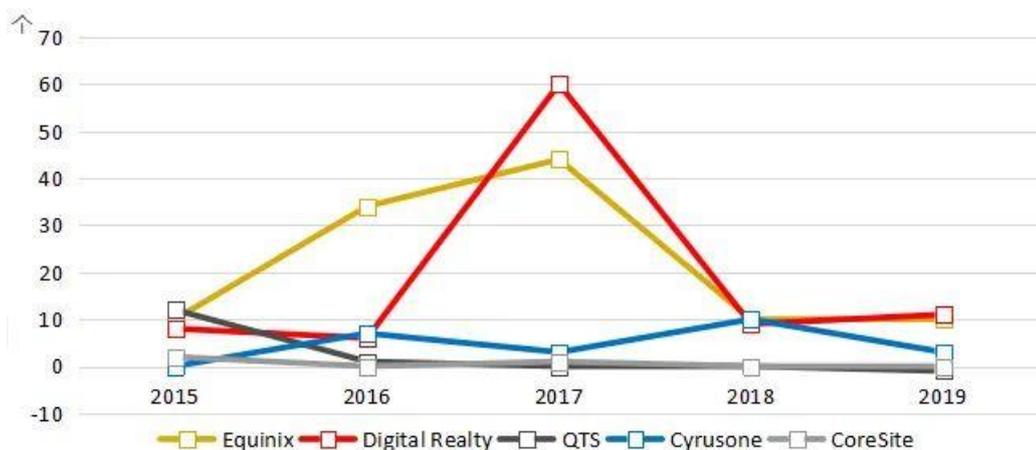


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

2. 上市后：龙头企业资产扩张速度大幅高于第二梯队

从近 5 年新增 IDC 资产数目来看，两大龙头企业 Equinix 和 Digital Realty 扩张幅度远大于其他三家上市 IDC REITs 企业，反映了龙头企业具备更强的资金实力与扩张能力。第二梯队则采取区域深耕路线。由此可见，市场先行者可抢占山头，后进者较难超越。

图 3：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 新增资产数目变化

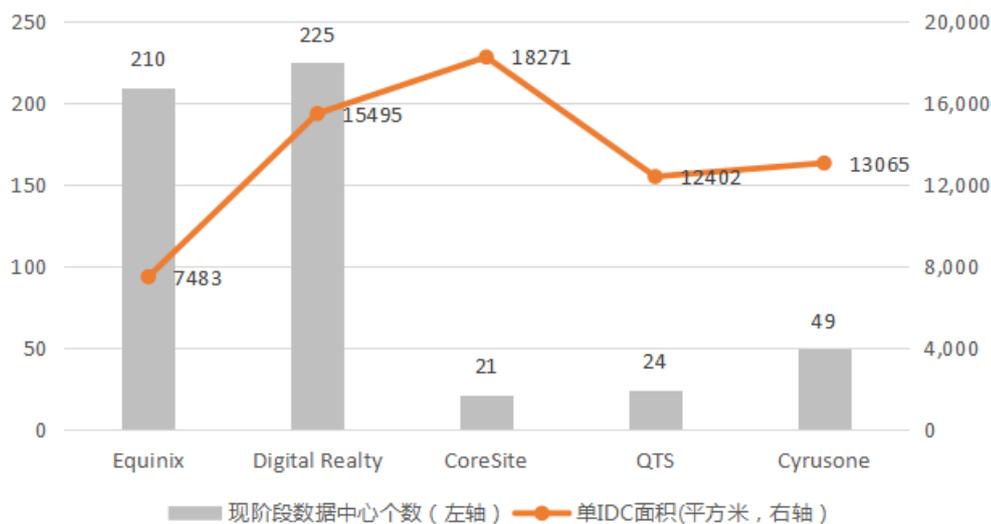


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3. 当前：行业规模效应显著，强者恒强态势明显

从现阶段各家持有的数据中心资产来看，Equinix 和 Digital Realty 两大巨头均拥有超过 200 个 IDC 项目，远高于其他三家。单 IDC 平均面积在 8000-20000 平方米之间，由于其零售属性，Equinix 单体规模小于其他 4 家。

图 4：现阶段（2019 年末）各家企业持有资产概况

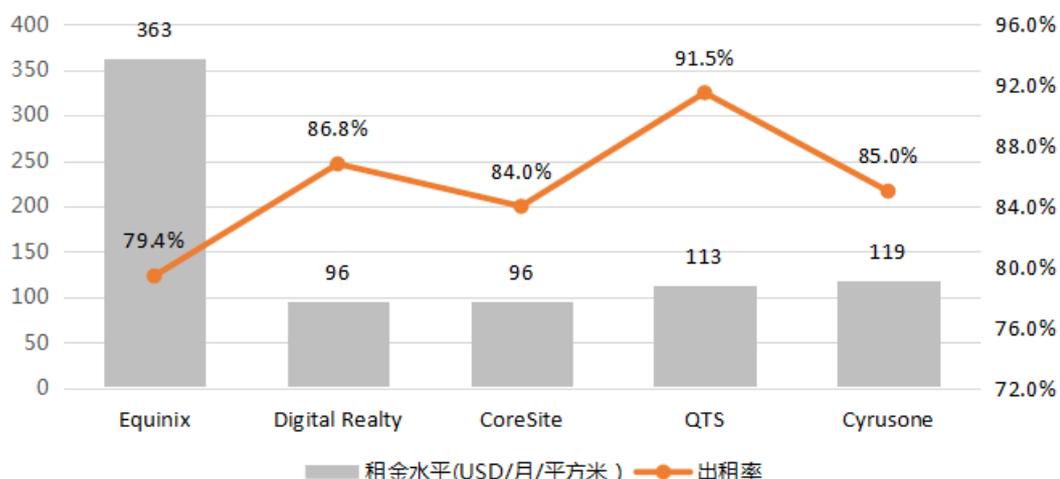


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

4.资产运营：IDC 市场需求旺盛，出租率保持高位

全球 IDC 市场需求目前仍十分旺盛，除 Equinix 由于新建项目爬坡期影响，各家 IDC 企业出租率均保持在 85%左右及以上。而零售龙头 Equinix 则凭借其优质的全球网络布局和强大的增值服务能力，在单平米租金坪效上遥遥领先竞争对手。

图 5：现阶段（2019 年末）各家企业资产运营状况



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

5. 区域布局：零售型企业主要集中一线城市，批发型布局范围更广

五家企业在全美核心城市大量布局。从美国本土市场看，五家企业资产分布普遍集中于前十大核心城市。Equinix 与 Digital Realty 全球化进展较快，在美洲、亚太、欧洲、中东及非洲 40 多个核心城市都有部署。

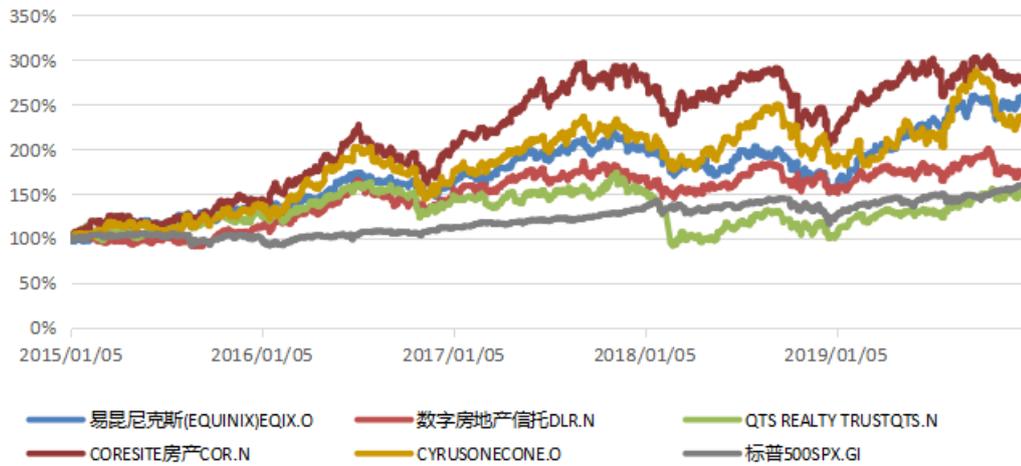
三、美国 IDC REITs 资本市场表现

1. 股价表现：近五年美国上市 IDC REITs 股价持续上涨，显著优于标普

500

除 QTS 外，其余四家 IDC REITs 股价表现均显著优于标普 500 指数，整体反映了市场对 IDC 持续增长的盈利表现和商业模式的认可。龙头企业中，而零售型龙头 Equinix 受益于更灵活的租期和对下游更大的议价权，表现优于批发型龙头 Digital Realty。

图 6：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 股价走势



资料来源：Wind、远洋资本研究发展部

2. 综合收益率：美国上市 IDC REITs 综合收益率表现稳健，且回报较高

美国 IDC REITs 的综合收益率处于美国各业态 REITs 前列，从近五年看，整体平均收益约为 15%左右，其中分红率在 2%-4%之间，股价溢价处于高位，远高于其他不动产业态，约 12%-13%左右。

表 2：美国各业态 REITs 收益率

REITs 的高层业态	综合收益	股价溢价	分红率
工业	18.6%	14.8%	3.8%
数据	15.3%	12.8%	2.6%
住宅	12.0%	8.8%	3.1%
仓储	9.4%	5.6%	3.8%
办公	6.1%	2.8%	3.3%
医疗	5.4%	-0.1%	5.5%
零售	1.1%	-3.2%	4.3%
酒店	0.3%	-4.9%	5.3%

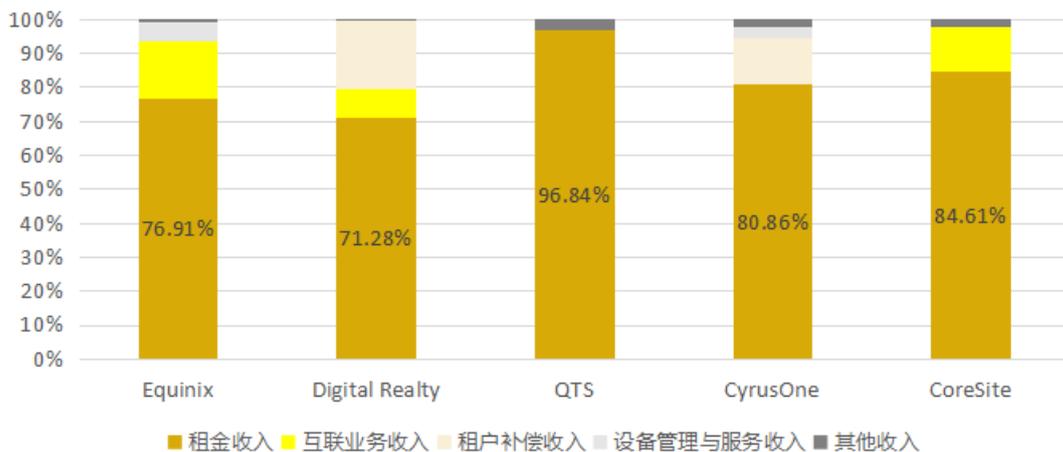
资料来源：NAREIT, Wind, 公司财报、远洋资本研究发展部

四、美国 IDC REITs 财务状况

1. 盈利模式：最主要收入来源为租金，其次为互联业务

当前美国 IDC REITs 主要营收来源仍然是数据中心的租金收入，占比在 7 成以上。而增值服务正逐渐成为 IDC 企业的核心能力，龙头企业 Equinix 的互联业务收入占比已经接近 17%，强大的增值服务能力对竞争对手构成壁垒，在吸引更多客户的同时提升租金溢价。

图 7：美国上市 IDC REITs 收入构成



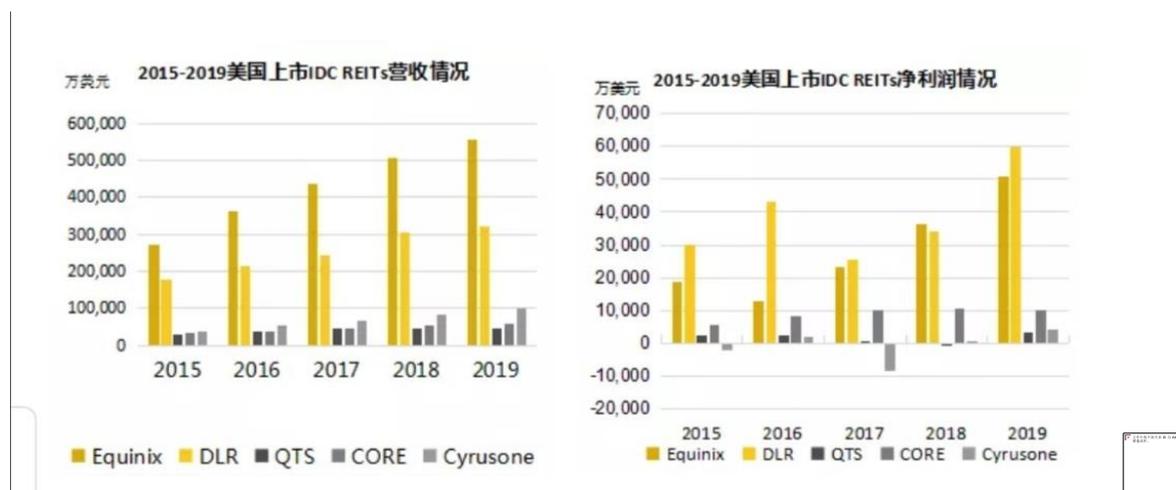
注：租户补偿收入（Tenant Reimbursement）即租户向业主支付的运营成本、税费及保险费

资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

2. 成长性：龙头企业营收及净利润增速稳健

上市 IDC 企业保持了稳健的增长，近 5 年，5 家企业营业收入和净利润率平均增速均为 17%左右。Equinix 和 Digital Realty 两家龙头企业均处于行业领先地位。

图 8：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 营收及净利润表现

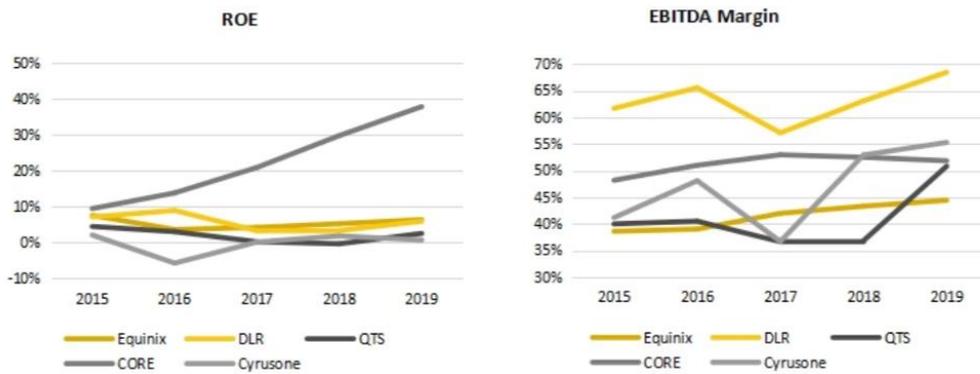


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3. 盈利性：ROE 回报水平有限，但 EBITDA 水平较高

5 个 IDC REITs 的 ROE 在 5%-8%左右，CoreSite 由于运用了 8 倍杠杆，ROE 接近 40%，而其他几家 ROE 水平较低的原因是由于财务杠杆较低 (1-1.5 倍杠杆)、资产周转率相对较低造成的。从 EBITDA Margin 来看，各家 IDC REITs 均保持在 40%以上水平，其中头部企业可达 60%。

图 9：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 盈利水平

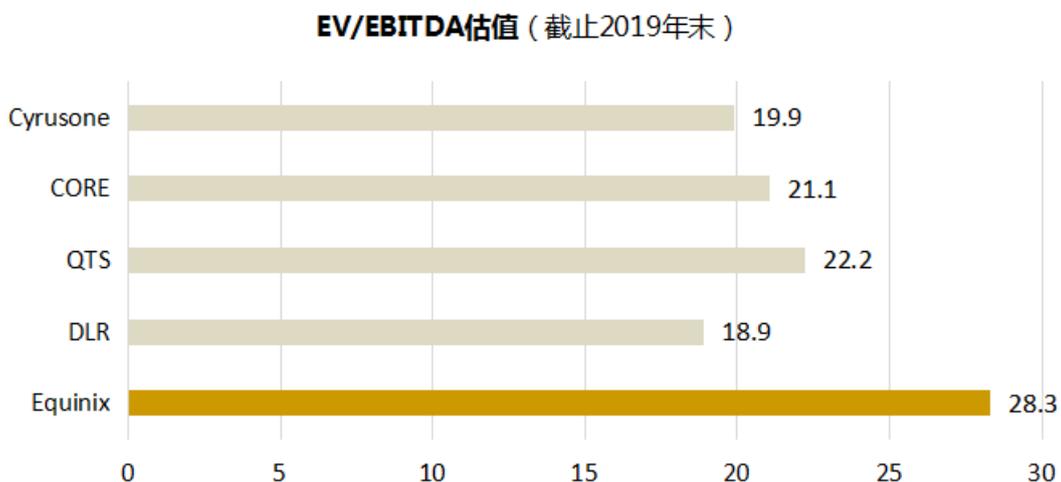


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

4、估值水平：EV/EBITDA 为 20x 左右，零售型企业估值高于批发型

2019 年末，行业平均 EV/EBITDA 水平为 20 倍左右，零售型龙头 Equinix 估值略高一些，达到了 28.3，而批发型龙头 Digital Realty 估值则相对最低，反映了市场给予零售型 IDC 更高的估值。从单机柜估值来看，现阶段折合单机柜估值约 14-18 万美元，略高于中国的水平。

图 10：美国 IDC REITs 估值情况



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

五、美国 IDC REITs 发展的关键策略

关键策略一：并购扩张——对成熟项目的不断并购助力企业规模快速增长

并购在企业提升资产规模和市场份额的过程中扮演了至关重要的角色，如 Equinix 自上市至今已经投入了超过 200 亿美元用于收并购核心 IDC 资产，Digital Realty 和 CoreSite 则脱胎于基金公司，通过不断并购整合优质资产发展壮大，QTS 虽由行业内人士创立，通过收购资产和土地实现规模化并上市，CyrusOne 则是由数据中心运营商和 Cyrus Network 合并而来。在 IDC 企业以 REITs 形式上市后，其更是拥有了更好的并购融资平台。

关键策略二：稳步快跑——龙头企业持续快速扩张先发优势明显

由于 Equinix 与 Digital Realty 上市时间较早，在前期进行资产的快速扩张，形成相对稳定的龙头地位。从 Digital Realty 的资产扩张速度看，年复合增速可达 30% 以上，体现 IDC 早期进入者可高速发展抢占山头；而后来者面临增长阻力，增速在 5%-25% 之间。

关键策略三：权属灵活——自有+租赁的灵活物业权属方式可助力企业快速抢占市场

从资产的所有权属性看，以规模最大的 Equinix 为例，在全球各区域都采取较为灵活的自有+租赁方式相结合，实现快速铺设全球化运营体系，在核心区域均自持资产，同时租赁 IDC 项目进行运营。Equinix 在美洲以自有方式持有资产的城市更多，在海外租赁形式稍多于自有模式。

关键策略四：多元融资——通过多样化融资渠道，补充现金并不断优化资金成本

IDC 行业对资金量的需求极大，企业的融资能力决定了其生长速度。以 Equinix 为例，其融资渠道主要分为三类，**第一类为股权融资**，增发或出售股份，所获取资金用于收购或新建 IDC 项目，特殊时点也会择机在二级市场出售股份换取必要流动性；**第二类为债权融资**，是最主要的融资途径，有银行信贷和发行债券两种方式，

由于 IDC 企业拥有良好的经营现金流，在银行享有高额度低成本的信贷资金，发行债券则为 IDC 企业低成本融资的核心；**第三类为体外孵化型融资**，Equinix 通过联合外部基金成立合资企业收购 IDC 资产，如 Equinix 在 2019 年同 GIC 成立合资企业共同在欧洲投资建设大型数据中心，后续待运营成熟后再收购装入上市公司主体。

六、小结

美国 IDC REITs 市场在整个 REITs 市场中举足轻重。

从**资产特征**看，上市时开发资产小于 25%、出租率普遍 80%以上；上市后进行快速扩张，龙头企业速度明显快于后进者；当前美国 IDC 行业规模效应凸显，强者恒强。空间布局上零售型更加青睐一线核心城市，批发型企业范围更广，但龙头企业全球化步子迈得更大。

从**资本市场**上看，IDC REITs 的股价涨幅显著优于标普 500，综合回报率较高且比较稳健，平均 15%左右，其中派息率约 3%左右，股价溢价率平均为 13%；从估值看，零售型企业估值明显高于批发型，EV/EBITDA 平均 20x 左右。

从**财务状况**看，当前 IDC REITs 的盈利模式中租金仍为最主要收入，其次为互联业务收入；龙头企业营收及净利润增速平稳，长期偿债能力较为稳健。

从**业务发展**看，积极并购成熟项目并不断扩充规模、快速巩固先发优势、采用“自有+租赁”的灵活物业权属方式、通过多元融资渠道补充现金并不断优化资金成本等，都是业务发展的关键策略。